

DESARROLLO Y EFECTO DE LA EMISION PRIMARIA DE ACCIONES DE  
ECOPETROL S.A EN EL MERCADO DE CAPITALS Y SU ESCENARIO  
ACTUAL DE VALORACION.

MICHELS RAINER TORO CARVAJAL

200820035006

Trabajo De grado para obtener el título de Magíster en  
Administración

ASESOR

BEATRIZ URIBE

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE ADMINISTRACION

MAESTRIA DE ADMINISTRACION - MBA

Medellín, Colombia

2010

"Y puesto que algunos individuos seguirán asumiendo la responsabilidad de planificar la vida de otros, parece preferible que sus esfuerzos queden enmarcados por nuestro creciente conocimiento de las mentes humanas".

**Howard Gardner**

## **AGRADECIMIENTOS**

El autor expresa sus agradecimientos a:

El doctor Jorge Zúñiga Saavedra, ex director de investigaciones económicas de la firma comisionista Asesores en valores s.a. quien con su aporte, dedicación y esfuerzo en la constante asesoría para lograr culminación del presente trabajo.

La doctora Beatriz Uribe, asesora metodológica de la universidad Eafit, quien me apoyo con sus valiosos aportes para la correcta realización del presente trabajo.

Al personal docente de la universidad por todos sus valiosos aportes a mi educación y su esfuerzo en la excelente labor de enseñanza.

A Dios y a mi familia por su amor y apoyo.

## RESUMEN

La siguiente investigación se fundamenta en el desarrollo de la emisión primaria de acciones de ECOPETROL que se ejecuto el 27 de Agosto de 2007, su efecto en el mercado de capitales y la valoración financiera de la compañía bajo el escenario actual de desempeño.

La Emisión primaria de acciones de Ecopetrol se estableció como un **modelo exitoso sin precedentes** que tuvo un profundo impacto en la historia económica de Colombia; no fue un proceso típico de negociación entre dos partes sino una negociación entre una parte, representada por ECOPETROL y muchas otras representados por los Colombianos que invirtieron en esta compañía<sup>1</sup>.

---

1. Tomado de: [www.ianca.com/ar](http://www.ianca.com/ar)

Esta investigación está enfocada en un tipo de negociación adaptativo, que según la IANCA\* ( Instituto Argentino de negociación, conciliación y arbitraje), define como principal objetivo "Introducir a los participantes en las metodologías, las herramientas y los conceptos de la negociación como una disciplina sistemática y práctica con un enfoque eminentemente racional e inteligente para lograr el máximo rendimiento." Acoplo esta definición al caso en estudio ya que los diferentes conflictos que surgieron durante el proceso, la forma de confrontarlos y los resultados del acuerdo final fueron variables, dentro de lo que los intereses de las partes y la legislación lo permitieron. En el desarrollo se describirá el proceso de negociación, identificando las partes que intervinieron como lo fueron los partidos políticos, la USO (unión sindical obrera), los medios de comunicación, el gobierno y los colombianos del común entre otros grupos con diversos intereses. Además, se identifica el poder negociador de las partes, sus aspiraciones y los factores a favor y en contra del proceso.

También se identifica que el tipo de negociación adoptada fue integradora, que según el libro "fundamentos de administración: conceptos esenciales y aplicaciones" escrito por Stephen P. Robbins y David A. De Cenzode; define este tipo de negociación como "negociación en la que

existe, cuando menos, un arreglo que no implica una pérdida para ninguna de las dos partes” y en el caso expuesto es la negociación usada como filosofía de trabajo ya que se tomó a todas las partes involucradas desde clientes y proveedores, hasta accionistas y población en general que paulatinamente fue convertida en grupo de interés; el proceso se desarrolló con la idea de que la gente se diera cuenta de que los precios eran justos para el vendedor y una buena oportunidad de valorización para el posible comprador.

Finalmente, con el objetivo de simular el ejercicio efectuado por la banca de inversión en el 2007, el cual fue uno de los ejes centrales del éxito de la emisión (ya que según el análisis, recomendaciones y precio final presentado por las bancas de inversión se logró atraer a todos los colombianos interesados en el proceso) se realizó un ejercicio donde se arrojó una valoración financiera aproximada de la compañía bajo el escenario actual de desempeño, fundamentado en el cumplimiento de su plan MEGA para el 2015, lo cual permitió establecer un precio justo por acción bajo el modelo de flujo de caja descontado.

**Modelo exitoso sin precedentes.** Palabras claves, puesto que resumen el objeto principal de estudio de dicho caso.

## ABSTRAC

The following research is based on the development of the original common stock issued by ECOPETROL done in August 27,2007, along with its effects on the capital market and the current financial valuation of the company.

The original common stock issued by ECOPETROL was established as a successful model without a record in Colombia which had a relevant impact on the economic history of the country; it was not a typical process of negotiation between two parties, but a negotiation between a party, represented by ECOPETROL and many others represented by the Colombians who invested in this company.

This research is focused on the type of negotiation adopted, the different problems that arose during the process, the way to face them and the results of the final agreement. This document will describe the negotiation process, identifying the parties involved as they were political parties, the USO, the media, the Colombian people, the government, among other groups with diverse interests. In addition, it identifies the negotiation power of the parties, their aspirations and the pros and cons of the process.

It also identifies the type of negotiation which was integrative, the process was developed with the idea that the people realized that prices were fair for the seller and a good chance of valuation for the buyer.

Finally, in order to simulate the exercise undertaken by the investment banking in 2007, which was one of the main aspects of the success of the issue (according to the analysis, recommendations and final price submitted by the

investment banks all Colombians were interested in the process) a financial valuation of the company was done under the current performance of the Business, based on fulfillment of its plan MEGA for 2015, This valuation shows a fair price per share under the model of discounted cash flow.



## INTRODUCCION.

La estructura rígida que proporcionan las directrices del Estado sobre una compañía limitan claramente su crecimiento y libre desarrollo; impidiéndole ser competitiva en medio de un mercado globalizado que cada día es más exigente y que por lo tanto tiende a extinguir a los más débiles que no se encuentra preparados para los grandes cambios.

En el presente trabajo se busca comprender y explicar el porqué ECOPETROL decidió "salirse" de la estructura rígida que les había impuesto el gobierno desde el nacimiento de la compañía para entrar en una nueva era en la que la planeación estratégica les permitiera jugar como los grandes del negocio energético a nivel mundial, con las nuevas capacidades que les brindaría la democratización de su propiedad accionaria como el apalancamiento de sus operaciones y la libertad corporativa que genera no aportar directamente al presupuesto de la nación y la posibilidad de defender salarialmente a sus empleados.

El paso fundamental que concreto todos los esfuerzos de la compañía para iniciar una nueva etapa estratégica fue la Emisión primaria de acciones (según la Bolsa de Valores de Colombia, es "emisión primaria de acciones, el hecho que implica la entrada de nuevos socios aportantes de capital,

que compartirán los beneficios y riesgos de la operación de la empresa".<sup>2</sup>

El eje central de este trabajo se mueve alrededor de este proceso y todos los pasos que fueron necesarios para culminarlo.

Para obtener la información cuento con la fuente de primera mano que fue la compañía y todo su esfuerzo por enrolar a los comisionistas de bolsa del país en esa época, por esto, abuso de mi experiencia vivida en el tema. Además de varias instituciones que hicieron parte del proceso como fue la Superfinanciera de Colombia, la bolsa de valores, DECEVAL, las bancas de inversión, y varios artículos publicados en la fecha de la emisión que daban diferentes puntos de vista sobre la emisión.

Esta información fue analizada y seleccionada para poder determinar las variables claves del proceso y así determinar las características de dicha emisión.

Finalmente se realizó un ejercicio que simularía al de la valoración financiera que fue realizada por las diferentes bancas de inversión contratadas por Ecopetrol contando con las características de desempeño actual, los flujos de caja y otras variables, utilizando un sistema de valoración perteneciente a la firma en la que trabajo actualmente (

---

<sup>2</sup> Tomado de: [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co)

Asesores en Valores S.A.), de modo que pudiera llegar a un precio que según el modelo utilizado arrojaría el precio justo de la emisión de acciones. Este método es el más utilizado por el mercado en este tipo de negociaciones y el más acertado para determinar el precio justo de la compañía.

La obtención de este precio nos da una clara idea de la importante valorización que ha tenido la compañía a partir de la fecha de la emisión, valoración que es fundamentada en el crecimiento corporativo de Ecopetrol y no en su comportamiento en el mercado bursátil.

## TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN

ABSTRACT

INDICE

INTRODUCCION

1.	FORMULACION Y DESARROLLO DEL PROBLEMA. ....	14
2.	OBJETIVOS .....	16
2.1	OBJETIVO GENERAL.....	16
2.2	OBJETIVOS ESPECIFICOS .....	16
3.	MARCO CONCEPTUAL.....	17
3.1	ACCIONES TRANSADAS EN BOLSA.....	17
3.2	OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES .....	19
3.3	TIPOS DE ACCIONES .....	21
3.4	DIVIDENDOS.....	22
3.4.1	PAGO DE DIVIDENDOS EN EFECTIVO.....	22
3.4.2	PAGO DE DIVIDENDO EN ACCIONES .....	24
3.5	EMISION DE NUEVAS ACCIONES .....	24
3.6	VALORES FUNDAMENTALES DE LA ACCIÓN .....	25
3.7	VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. ....	26
4.	LA COMPAÑÍA. ....	29
5.	ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA.....	30
5.1	GRANDES DESCUBRIMIENTOS .....	31
5.2	MODIFICACIÓN DE LA ESTRUCTURA ORGÁNICA .....	31
6.	ANTECEDENTES DE LA EMISION .....	33
7.	EMISION PRIMARIA DE ACCIONES .....	36
7.1	LA ADJUDICACIÓN .....	37
7.2	ACTORES DE LA EMISION.....	40
7.3	PODER NEGOCIADOR DE LAS PARTES .....	42
7.4	VALOR QUE SE GENERA EN EL NEGOCIO.....	46
7.4.1	VALOR PARA ECOPETROL. ....	47

7.4.2 VALOR PARA EL ACCIONISTA .....	51
8. PRETENCIONES DE CADA PARTE. ....	52
9. ESTILO NEGOCIADOR DE LAS PARTES. ....	53
10. RELACION Y CAPACIDAD DE MANEJO DE LOS NEGOCIADORES .....	55
11. RESULTADOS DEL ACUERDO. ....	57
12. SIMULACION DE VALORACIÓN ACTUAL DE LA COMPAÑÍA. ....	58
12.1 RELEVANTES DE ECOPETROL EN EL 2010 .....	59
12.2 PRODUCCIÓN .....	61
12.3 EXPLORACIÓN. ....	63
12.4 REFINACIÓN Y PETROQUÍMICA. ....	65
12.5 TRANSPORTE .....	66
12.6 PLAN DE INVERSIONES PARA 2010. ....	67
12.7 COMPOSICIÓN ACCIONARIA. ....	70
12.8 COMPORTAMIENTO DE LA ACCION .....	73
12.9 METODO DE VALORACION .....	75
13. CONCLUSIONES .....	79
14. GLOSARIO .....	81
15. FUENTES DE INFORMACIÓN .....	86

## 1. FORMULACION Y DESARROLLO DEL PROBLEMA.

La Empresa Colombiana de Petróleos, ECOPETROL S.A., una sociedad pública por acciones, ciento por ciento estatal, con una larga trayectoria bajo las directrices del gobierno nacional requería ampliar sus horizontes de crecimiento para poder estar a la altura de las grandes petroleras mundiales y a su vez seguir representado al activo más importante que contaba el país.

Bajo este escenario con la expedición del Decreto 1760 del 26 de Junio de 2003 se modificó la estructura orgánica de la compañía, llevándola a liberarse de las funciones del Estado como administrador del recurso petrolero y creando una institución adicional que se encargara de realizar estas funciones; esta entidad fue la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH). A partir de 2003, ECOPETROL S.A. inició una era en la que, con mayor autonomía, ha acelerado sus actividades de exploración, su capacidad de obtener resultados con visión empresarial y comercial y el interés por mejorar su competitividad. Pero este paso no fue suficiente ya que el gobierno seguía siendo el eje central de cualquier movimiento de la compañía y continuamente presentaba limitación en sus planes de expansión y financiamiento.

Hechos que llevaron a la junta directiva de ECOPETROL después de muchos inconvenientes y oposiciones a presentar el plan para conformar una sociedad mixta que le otorgara mayor flexibilidad a la compañía y le permitiera estructurar su crecimiento de una forma más corporativa y no gubernamental.

Este plan fue el comienzo de un cambio radical y definitivo de la compañía, tuvo como objetivo primordial, liberar a la empresa del peso estatal y su comienzo se fundamentado en el proceso de una Emisión primaria de acciones al público en general, revolucionando la forma de privatizar totalmente la propiedad del gobierno que prefería vender a administrar eficientemente el recurso, acabando así con una tendencia de los últimos gobiernos nacionales y creando una nueva fuente de riqueza para las arcas públicas y para la ciudadanía que decidiera participar en este proyecto.

## **2. OBJETIVOS**

### **2.1 OBJETIVO GENERAL**

Analizar el efecto de la Emisión primaria de acciones de Ecopetrol S.A en el mercado de capitales y simular la valoración financiera de la compañía bajo el escenario actual de desempeño.

### **2.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS**

- Analizar el proceso de emisión primaria de acciones de ECOPETROL S.A.
- Conocer a profundidad el proceso y establecer las variables relevantes dentro del mismo.
- Determinar el impacto de la emisión en la economía local y en sus participantes.
- Conocer los conflictos e intereses que prevalecieron en el proceso, la forma de confrontarlos y el resultado final del ejercicio.
- Determinar el precio justo de la compañía bajo el escenario actual de valoración.



### **3. MARCO CONCEPTUAL**

La emisión de acciones es uno de los métodos de financiación más utilizados por las grandes compañías y permite recaudar capital con la venta de las mismas para afrontar nuevas inversiones y proyectos futuros. La emisión primaria de acciones es el paso inicial que apalanca a la compañía para acceder a un mundo lleno de oportunidades que potencializarán su crecimiento.

Luego de la emisión primera la compañía puede continuar emitiendo acciones para aumentar su capital y a la vez ampliar sus horizontes de inversión

La ampliación de capital debe ser aprobada por la asamblea de accionistas, los cuales gozan del derecho de suscripción y preferencia, lo que significa que pueden suscribir nuevas acciones y hacerlo antes que los nuevos accionistas o antes que los actuales accionistas con mayor participación

Una emisión de acciones tiene varios conceptos los cuales deben clarificarse para comprender el proceso:

#### **3.1 ACCIONES TRANSADAS EN BOLSA.**

Algunas empresas nunca listan sus acciones en una bolsa pues prefieren no ser empresas públicas. Sin embargo, otras han dado un paso adelante listando sus acciones en una

bolsa como la mejor manera de capitalizarse, o de obtener financiamiento a través de la oferta de sus acciones.

Cuando una empresa decide ofrecer sus acciones al público (se conoce como oferta pública), debe cumplir con una serie de requisitos impuestos por las autoridades de los mercados de valores. Estos requisitos buscan proteger a los inversionistas, y están basados principalmente en la información (calidad, cantidad y oportunidad) que el emisor debe entregar.

Listar las acciones en una bolsa, permite a quienes las adquirieron, poder venderlas en el momento que lo deseen (sujeto a la liquidez de la acción). Las bolsas son pues, los mercados secundarios por excelencia.

Una vez listadas las acciones en una bolsa, su precio estará determinado por la oferta y demanda del mercado

Aquellas acciones con mayor liquidez se conocen como blue chips y corresponden a empresas que tienen las siguientes características:

- **Solidez financiera.** Una compañía es sólida si sus deudas son menores a su capital o patrimonio y genera un excelente flujo de caja.

- **Estabilidad de ingresos.** Si una empresa no tiene ingresos estables debería tener reservas líquidas pues los inversionistas esperarán recibir dividendos con cierta regularidad.
- **Historial de dividendos y crecimiento.** La compañía debe ser atractiva para el mercado, y la mejor forma de hacerlo es demostrando su record de pago de dividendos, lo que inherentemente implica su trayectoria de crecimiento.
- **Direccionamiento.** La experiencia y formación de la gerencia son factores claves para el futuro desarrollo de cualquier compañía, y en el mercado de valores es aun más impactante por la alta responsabilidad y compromiso hacia los accionistas.

### **3.2 OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES**

Cuando una empresa decide ofrecer sus acciones al público, debe hacerlo a través de una banca de inversión que la ayude en el proceso y que conozca a profundidad todos los pasos y requisitos a seguir. Esta labor puede ser realizada en muchos mercados por las propias firma comisionistas de bolsa.

La banca de inversión estudia y evalúa la compañía y la estructura de financiamiento que mejor se acomoda a sus necesidades. A continuación acuerda adquirir las acciones para luego colocarlas en el mercado. Este proceso se denomina underwriting y en él podrán participar más de un banco de inversión si el monto a colocar es muy grande.

Para efectos de la colocación, se debe elaborar un documento con la más amplia información sobre la empresa y la emisión. Este documento se denomina prospecto y usualmente contiene la siguiente información: descripción del negocio, estructura de la acción, precio y fecha de colocación, entre otros.

Por tratarse de valores a ser colocados de manera pública, la emisión debe registrarse a la respectiva Comisión de Valores. Es importante destacar que la inscripción en la superfinanciera no implica su aprobación a la emisión.

**Las Ofertas son de dos tipos:**

- **Primaria.** Cuando se trata de nuevos valores a ser emitidos por la empresa.
- **Secundaria.** Cuando un accionista mayoritario o un grupo de accionistas decide ofrecer públicamente sus acciones en el mercado.

### 3.3 TIPOS DE ACCIONES

**Comunes, u ordinarias.** Son las acciones que usualmente se negocian en las bolsas. Sus propietarios esperan recibir dividendos en proporción a su participación en las utilidades de la empresa. Sin embargo, muchas empresas no entregan dividendos. Así mismo, otorgan derecho a voto en la "asamblea de accionistas", que es la máxima autoridad de una empresa.

**Preferenciales:** Al igual que las acciones comunes, son emitidas por empresas y negociadas en las bolsas.

Estas acciones combinan algunas de las características de los bonos: garantizan a sus dueños un dividendo mínimo (intereses en el caso de bonos), pueden tener un precio de redención y en algunos casos una fecha de redención.

A diferencia de las acciones comunes, no otorgan el derecho de voto a sus titulares pero tienen preferencia en el pago de dividendos (primero se paga a las preferenciales).

Las acciones preferenciales contablemente no son bonos (no son deuda sino capital) y su emisión, con relación a la emisión de acciones comunes, es más cara para la empresa debido al compromiso de pago de dividendos que asume.

Como son menos riesgosas que las acciones comunes, su precio es menos volátil (eliminando la posibilidad de grandes ganancias de capital).

En caso de liquidación de la empresa, las acciones preferentes tienen una segunda prioridad después de los bonos, y antes de las acciones comunes.

Pueden ser consideradas como un bono con el más bajo nivel de calidad), pues el dividendo que éstas pagan si bien está predefinido, se encuentra condicionado a que la empresa genere utilidades.

### **3.4 DIVIDENDOS**

#### **3.4.1 PAGO DE DIVIDENDOS EN EFECTIVO**

Una empresa puede decidir si entrega dividendos en efectivo a sus accionistas, cuándo los entregará o si sencillamente no entregará dividendos.

Esta decisión suele llamarse política de dividendos, y puede incluir la periodicidad con la que serán pagados. En algunos mercados esta "política" debe ser anunciada por las empresas al mercado pues permite que los inversionistas estimen los dividendos que recibirán por sus acciones. Algunas empresas pueden inclusive anunciar que no garantizan el pago de dividendos futuros.

Si la empresa decide entregar "dividendos en efectivo" podrá hacerlo ya sea como un porcentaje del valor nominal de la acción o como un monto fijo de dinero por acción. Posteriormente, la empresa deberá anunciar la fecha de entrega. En algunos mercados, también se anuncia el último día de negociación con derecho a recibir los dividendos a ser entregados, conocido en Colombia como fecha ex dividendo (quienes compren a partir del día siguiente a esta fecha no recibirán dividendos).

En el día de la fecha ex dividendo, la acción se desdobra en dos: la acción sin derecho a dividendo y el dividendo propiamente dicho. Este mismo efecto se observa en el precio. Quienes compren a partir de la fecha ex dividendo pagarán un precio menor pues ya no tendrán derecho al dividendo ya entregado.

En cuanto al pago de los dividendos, existen varias modalidades. En algunos mercados, las empresas pagan mediante cheque (los Estados Unidos) y en otros las empresas realizan un abono directamente a las cuentas de los inversionistas a través del depósito o registro central del país. Algunos brokers ofrecen la posibilidad de reinvertir dividendos en la compra de nuevas acciones.

### **3.4.2 PAGO DE DIVIDENDO EN ACCIONES**

Cuando la empresa decide entregar dividendos en acciones lo que en realidad está haciendo es entregar simultáneamente dividendos en efectivo y compulsivamente entregar nuevas acciones a la par. La cuenta de patrimonio no se altera, por un lado se reduce la cuenta de resultados acumulados y en monto similar se incrementa la cuenta de capital. En otras palabras, la empresa está capitalizando sus resultados.

Los accionistas recibirán nuevas acciones en proporción a las acciones que poseen, pero sin alterar el valor de su inversión.

En cuanto al precio, este se reducirá en la proporción que permita mantener igual la inversión pero con un mayor número de acciones.

### **3.5 EMISION DE NUEVAS ACCIONES**

La empresa puede requerir mayores fondos para llevar a cabo nuevos proyectos de inversión o desarrollo. Para ello, podrá emitir nuevas acciones aumentando su cuenta de capital en el balance. Si la empresa tiene sus acciones inscritas en la Bolsa, corresponde a los accionistas tener preferencia en la compra o suscripción de las nuevas acciones. Este derecho, llamado "derecho de preferencia",



permite que los accionistas originales mantengan su participación accionaria en la empresa.

Este aumento afecta el valor de la empresa y el precio de las acciones.

Si el aumento se hace a un precio mayor al valor nominal o "sobre la par", aumentará el valor contable de las acciones.

Como se ha incrementado el número de acciones, los indicadores financieros también se reducirán. Este "efecto dilución" afecta las expectativas y el precio de la acción. Sin embargo, el mayor capital con el que contará la empresa y el crecimiento como resultado de su inversión, también afectarán el precio de la acción, pero positivamente.

### **3.6 VALORES FUNDAMENTALES DE LA ACCIÓN**

El valor de una acción se puede calcular de varias maneras, y puede ser: valor en libros, valor de liquidación, valor de mercado y valor intrínseco. El valor en libros y el de liquidación no reflejan el valor de la empresa como un negocio en marcha, sino que más bien consideran a la empresa como un conglomerado de activos y pasivos sin ninguna capacidad de generar utilidades.

El valor en libros calcula el valor de la acción común como el monto por acción del aporte de acciones comunes que se indica en el Balance General de la empresa.

El valor de liquidación se basa en el hecho de que el valor en libros de los activos de la empresa generalmente no es igual a su valor del mercado. Se calcula tomando el valor de mercado de los activos de la empresa, restando de esta cifra los pasivos y las reclamaciones de los accionistas preferentes y dividiendo el resultado entre el número de acciones de capital común vigente.

El valor real o intrínseco de una acción es encontrar el valor presente de todos los dividendos futuros por acción previstos durante la vida supuestamente infinita de la empresa.

### **3.7 VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA.**

Uno de los factores claves en el Proceso de Emisión Primaria de acciones es establecer el precio justo por la acción, para este proceso generalmente se designa a una banca de inversión que se encargue en valorar la compañía y entregue a la junta directiva su precio estimado por acción.

Este es un proceso lento y de mucho cuidado ya que entran en juego muchas variables para poder determinar realmente cuánto

cuesta la compañía, por eso es importante entender los métodos de valoración y los pasos para llegar al precio final para poder determinar si el precio dado es un precio justo o no.

El método principal de valoración es el de Flujo de Caja Libre Descontado ("FCL"), según el diccionario electrónico Wikipedia\* "en finanzas, el método de flujo de fondos Descontados (DCF por su sigla en inglés) es utilizado para valorar a un proyecto o una compañía entera. Los métodos de DCF determinan el valor actual de los flujos de los fondos futuros descontándolos a una tasa que refleja el coste de capital aportado. Esto es necesario porque los flujos de fondos en diversos períodos no pueden ser comparados directamente puesto que no es lo mismo contar con una cantidad de dinero ahora, que en el futuro". Que es ampliamente aceptado y reconocido a nivel mundial. El resultado de esta valoración se contrasta con otra metodología de valoración como múltiplo de negociación<sup>3</sup>.

El modelo de Flujo de Caja Libre Descontado se fundamenta en que el valor de cualquier activo es el valor presente de los flujos de caja futuros esperados.

Este método utiliza un costo de capital ponderado denominado WACC (Weighted Average Cost of Capital), la cual corresponde al promedio ponderado de largo plazo de los

---

<sup>3</sup> Tomado de: [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

costos asociados a las fuentes de financiación de la compañía: patrimonio y deuda financiera. A la suma del valor presente de los flujos de caja futuros, se agrega el valor a perpetuidad, estimado con base en el flujo de caja libre del último año de proyección del período especificado. Es importante resaltar que el flujo del último año sobre el cual se calcula el valor a perpetuidad debe ser normalizado, es decir debe representar un año típico del negocio. Adicionalmente, a este resultado se suma el valor de los activos no operacionales, se restan los pasivos no operacionales, que incluyen el total de la deuda financiera al momento de la valoración, y se resta el valor de las contingencias. Básicamente, el valor del patrimonio por Flujo de Caja Libre Descontado se descompone de la siguiente manera:

+ Valor de la operación de la compañía  
+ Otros Activos  
= Valor de la Compañía  
- Valor de la deuda  
- Otros pasivos  
= Valor del patrimonio

#### **4. LA COMPAÑÍA.**

"Ecopetrol es la mayor compañía de Colombia en facturación, utilidad, activos y patrimonio. Es la única compañía colombiana de petróleo crudo y gas natural verticalmente integrado, que tiene operaciones en Colombia, Brasil, Perú y la Costa del Golfo de México de los Estados Unidos. Es también una de las mayores 40 compañías petroleras del mundo y una de las cuatro principales compañías petroleras en América Latina"<sup>4</sup>.

La compañía actualmente divide sus operaciones en cinco centros de negocio que incluyen exploración y producción; transporte, refinación y petroquímica; mercadeo y ventas de petróleo; y centro corporativo.

Las dos principales refinerías de Colombia son operadas por Ecopetrol, las cuales están ubicadas en Barrancabermeja, Santander, y en Cartagena en la Costa Caribe.

Adicionalmente cuenta con una red de transporte cercana a los 9.000 kilómetros de ductos que conectan los campos de producción con las refinerías, los centros de consumo y los puertos de exportación en el Atlántico y el Pacífico.

---

<sup>4</sup> [www.ecopetrol.com.co](http://www.ecopetrol.com.co)

## **5. ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA**

La restitución al Estado Colombiano en la Concesión De Mares, el 25 de agosto de 1951, dio origen a la Empresa Colombiana de Petróleos, asumiendo los activos revertidos de la Tropical Oil Company que en 1921 inició su actividad petrolera en Colombia con la puesta en producción del Campo La Cira-Infantas en el Valle Medio del Río Magdalena, localizado a unos 300 kilómetros al nororiente de Bogotá.

ECOPETROL emprendió actividades en la cadena del petróleo como una Empresa Industrial y Comercial del Estado, encargada de administrar el recurso hidrocarburífero de la nación, y creció en la medida en que otras concesiones se revirtieron y se incorporaron a su operación. En 1961 asumió el manejo directo de la refinería de Barrancabermeja. Trece años después compró la Refinería de Cartagena, construida por Intercol en 1956. En 1970 adoptó su primer estatuto orgánico que ratificó su naturaleza de empresa industrial y comercial del Estado, vinculada al Ministerio de Minas y Energía, cuya vigilancia fiscal es ejercida por la Contraloría General de la República. La empresa funciona como sociedad de naturaleza mercantil, dedicada al ejercicio de las actividades propias de la industria y el comercio del petróleo y sus afines, conforme a las reglas del derecho privado y a las normas contenidas

en sus estatutos, salvo excepciones consagradas en la ley (Decreto 1209 de 1994).

### **5.1 GRANDES DESCUBRIMIENTOS**

“En septiembre de 1983 se produjo la mejor noticia en historia de ECOPETROL y una de las mejores para Colombia: el descubrimiento del Campo Caño Limón, en asocio con OXY, un yacimiento con reservas estimadas en 1.100 millones de millones de barriles. Gracias a este campo, la Empresa inició una nueva era y en el año de 1986 Colombia volvió a ser en un país exportador de petróleo.

En los años noventa Colombia prolongó su autosuficiencia petrolera, con el descubrimiento de los gigantes Cusiana y Cupiagua, en el Piedemonte Llanero, en asocio con la British Petroleum Company. En 2003 el gobierno colombiano reestructuró la Empresa Colombiana de Petróleos, con el objetivo de internacionalizarla y hacerla más competitiva en el marco de la industria mundial de hidrocarburos”<sup>5</sup>.

### **5.2 MODIFICACIÓN DE LA ESTRUCTURA ORGÁNICA**

Con la expedición del Decreto 1760 del 26 de Junio de 2003 se modificó la estructura orgánica de la Empresa Colombiana de Petróleos y la convirtió en ECOPETROL S.A., una sociedad pública por acciones, 100% estatal, vinculada al Ministerio de Minas y Energía y regida por sus estatutos

---

<sup>5</sup> Tomado de : [www.ecopetrol.com.co/contenido](http://www.ecopetrol.com.co/contenido)

protocolizados en la Escritura Pública número 4832 del 31 de octubre de 2005, otorgada en la Notaría Segunda del Circuito Notarial de Bogotá D.C., y aclarada por la Escritura Pública número 5773 del 23 de diciembre de 2005.

Con la transformación de la Empresa Colombiana de Petróleos en la nueva ECOPETROL S.A., la Compañía se liberó de las funciones de Estado como administrador del recurso petrolero y para realizar esta función fue creada La ANH (Agencia Nacional de Hidrocarburos). "A partir de 2003, ECOPETROL S.A. inició una era en la que, con mayor autonomía, ha acelerado sus actividades de exploración, su capacidad de obtener resultados con visión empresarial y comercial y el interés por mejorar su competitividad"<sup>6</sup>. Actualmente, ECOPETROL S.A. es la empresa más grande del país con una utilidad neta de \$5,13 billones registrada en 2009 y la principal compañía petrolera en Colombia. Por su tamaño, pertenece al grupo de las 35 petroleras más grandes del mundo y es una de las cinco principales de Latinoamérica

---

<sup>6</sup> [www.ecopetrol.com.co](http://www.ecopetrol.com.co)



## **6. ANTECEDENTES DE LA EMISION**

Después del cambio de la estructura orgánica de la Empresa Colombiana de Petróleos a ECOPETROL S.A., una sociedad pública por acciones, 100% estatal; las directivas deciden implementar un ambicioso plan de crecimiento al cual lo denominaron "Plan Mega"

Ecopetrol delimitó entre finales de 2007 y principios de 2008 su nuevo plan estratégico para los próximos ocho años, en el que busca alcanzar con metas ambiciosas y medibles los mejores resultados en cada una de sus áreas de gestión. La nueva estrategia también significó ajustes en la visión y la misión de la empresa.

El crecimiento, la integración y la responsabilidad social empresarial fueron los tres aspectos fundamentales que se incluyeron dentro de los objetivos del plan estratégico.

La Objetivo central del nuevo plan estratégico era lograr que Ecopetrol fuera más grande, con mayor participación en el mercado petroquímico y de biocombustibles junto con la expansión de operaciones en otros continentes.

Para alcanzar los objetivos, Ecopetrol tendría que iniciar un nuevo proceso de generación de valor a través de la unificación de las diferentes áreas de la empresa en dos líneas claves de desarrollo que serian crudos pesados y gas.

Adicionalmente dos nuevas líneas estratégicas entrarían a ser parte de la compañía: petroquímica y diversificación energética, junto con la distribución de combustibles, que le permitiría aumentar la oferta, mejorar la logística y generar otros beneficios tanto para clientes como para otros miembros del mercado.

Con el ingreso de la compañía a la petroquímica se pretendía aprovechar las sinergias asociadas a la disponibilidad de materia prima, la operación integrada con las refinerías, y participar más activamente en el negocio de refinancian o downstream.

Con la diversificación energética se buscaba aprovechar al máximo otras fuentes de energía de gran potencial, como los biocombustibles y la generación de energía eléctrica a partir de gas en campos de producción.

La intensificación en las actividades en las diferentes áreas del negocio buscaba que la empresa creciera en promedio un 12% en el periodo, lo que le permitirá ubicarse en el puesto 27 del ranking del "Petroleum Intelligence Weekly"<sup>7</sup>.

Para lograr ese crecimiento se diseñó además un modelo de excelencia en la calidad de la gestión empresarial que permita consolidar la estrategia de crecimiento.

---

<sup>7</sup> [www.energyintel.com/documentdetail.asp?document\\_id=245527](http://www.energyintel.com/documentdetail.asp?document_id=245527)

Este plan Mega se resumía en Producir para el 2015, un millón barriles equivalentes por día. (Para el 2008 producía 350 mil barriles en promedio) y su principal objetivo era salir de la estructura gubernamental que limita sus formas de obtener recursos.

Todo esto llevo a que la junta directiva tomara una decisión fundamental en el rumbo de la compañía y optara por realizar una Emisión primaria de acciones que le permitirá salir de las limitantes de una compañía con dominio 100% estatal y así dar el primer gran paso para consolidar su plan estratégico.

## **7. EMISION PRIMARIA DE ACCIONES**

Con el propósito de adquirir recursos de inversión y mayor autonomía, Ecopetrol llevó a cabo entre el 27 de agosto y el 25 de septiembre de 2007 su primera emisión y colocación de acciones en el mercado bursátil colombiano, emitiendo el 10.1% de la compañía en acciones.

Para tal fin se realizó una valoración de la compañía, en la que se definió un precio que fuera percibido por las personas como justo y que al mismo tiempo representara un valor adecuado de lo que es Ecopetrol.

Según los resultados presentados por la banca de inversión encargada de efectuar la valoración de ECOPETROL de acuerdo con lo ordenado por la Ley 1118 de 2006, se determinó que la empresa estaba en un valor de 51.000 millones de dólares. Este valor permitió llegar ya a un punto de acuerdo sobre el valor de la empresa, para empezar la primera ronda donde participarían todos los colombianos que tuvieran interés de invertir en ella. La oferta inicial de acciones fue del 10.1% del capital de Ecopetrol y cada acción tuvo un valor de 1.400 pesos.

Una de las ventajas para ECOPETROL era liberarse de ser una empresa de capital 100% estatal, a la cual se le aplicaban todas las disposiciones presupuestales que rigen para todas las empresas industriales y comerciales del Estado, normas

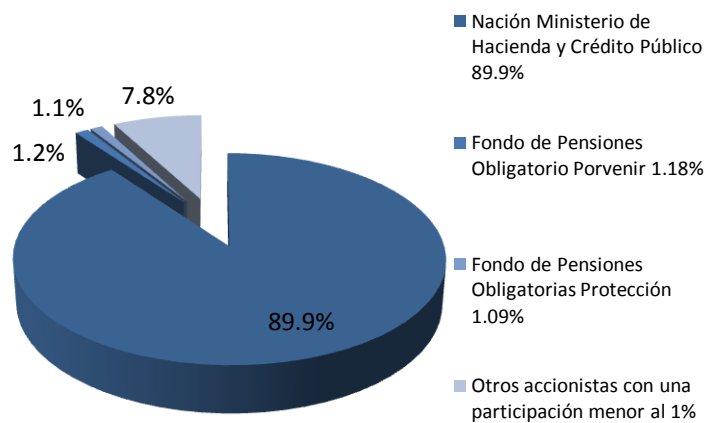
que la hacían lenta e inflexible. Además, sus límites de endeudamiento y sus programas de inversión, tenían que regularse con los del Gobierno central, al igual que sucedía con el manejo de su tesorería, las políticas de sueldos y salarios junto con sus políticas de distribución de dividendos; todo lo cual tenía que someterse a unas reglas que le restaban agilidad a una empresa que debía competir como cualquier otra petrolera en un mercado experimentado que cada vez demanda más capital.

### **7.1 LA ADJUDICACIÓN**

Las acciones de Ecopetrol, todas ordinarias, fueron adjudicadas el 13 de noviembre de 2007; la empresa dejó entonces de ser una sociedad pública por acciones y se convirtió en una sociedad de economía mixta; del valor patrimonial Ecopetrol igual a \$50.94 billones se adjudicó un total de \$5.72 Billones

El accionista mayoritario sigue siendo el Estado colombiano en cabeza del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el minoritario está compuesto por personas naturales y jurídicas, y fondos de pensiones y cesantías, principalmente.

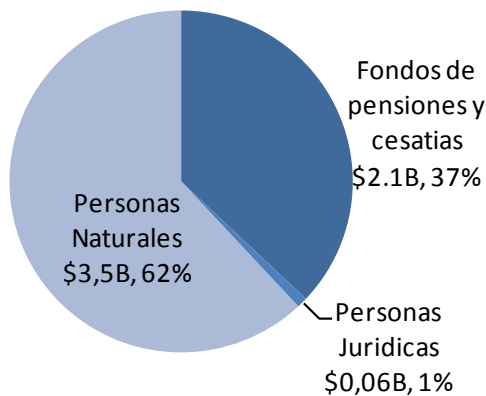
Figura 1. Composición Accionaria



Fuente: Superfinanciera – Cálculos propios

La democratización de la propiedad accionaria dio como resultado 482.941 nuevos accionistas y convirtió a Ecopetrol en la sociedad con mayor número de propietarios en Colombia.

Figura 2. Accionistas minoritarios por monto adjudicado



Fuente: Superfinanciera – Cálculos propios

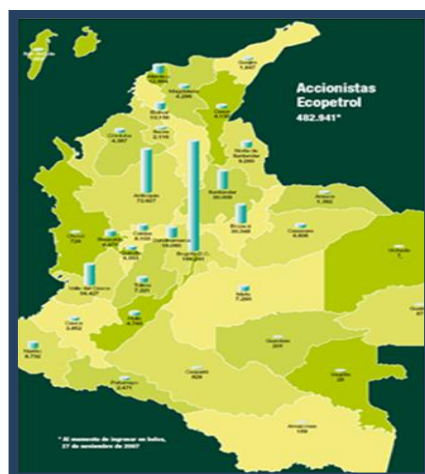
La empresa quedó en manos de los colombianos del común: El 98,95% de las adjudicaciones de acciones se hicieron por menos de \$70 millones.

El 89% de los accionistas tiene ingresos inferiores a los \$5 millones, pero sólo el 19% de ellos compró sus acciones a plazos.

Hay accionistas de Ecopetrol en los 32 departamentos, el Distrito Capital y en 1.092 municipios. Tanto por número de nuevos propietarios de la empresa como por monto adjudicado (incluye fondos de pensiones y personas jurídicas), en Bogotá y el departamento de Antioquia se concentra la mayoría de accionistas.

Se podía comprar acciones en 12 cuotas mensuales. Es decir para ser propietario de Ecopetrol sólo tenía que desembolsar inicialmente el 8,3% del importe inicial y el resto pagarlo en 12 cómodas cuotas.

Figura 3. Accionistas por regiones



Fuente: ECOPETROL

## **7.2 ACTORES DE LA EMISION.**

En el proceso de negociación se pueden identificar los siguientes actores directos:

Para Ecopetrol este proceso representó varios cambios significativos, entre las cuales están; mayor libertad corporativa, mayores responsabilidades, mejores formas de financiación y apalancamiento, y lo más importante, la posibilidad de entrar a competir con las más grandes petroleras del mundo bajo nuevos estándares y políticas corporativas.

Con la venta del 10,1% de su capital a particulares colombianos, la naturaleza jurídica de Ecopetrol se transformo en una empresa de economía mixta, no sujeta a las camisas de fuerza ni a las inflexibilidades a las que son sometidas las empresas 100% estatales en los aspectos de régimen presupuestal. Este fue uno de los efectos inmediatos que percibió la empresa, al poder escapar de la dura norma de la Ley Orgánica del Presupuesto, según la cual cada año debía obligatoriamente trasladarle al presupuesto nacional los llamados excedentes financieros al estado. El poder disponer con mayor libertad de los excedentes financieros es un elemento que garantiza la permanencia de Ecopetrol en el largo plazo.



Con este nuevo proceso se pretendía que Ecopetrol actuara como una empresa petrolera ágil que pudiera asegurar la autosuficiencia energética del país.

Era necesario que Ecopetrol tuviera la solidez financiera necesaria para ejecutar sus planes estratégicos que contemplaban inversiones de todo tipo y de gran magnitud para el futuro. Por ejemplo, sólo para 2007 se estimaba que debía realizar inversiones superiores a los 2.000 millones de dólares. Y para los próximos cinco años su plan de inversiones excedía los 12.000 millones de dólares. Como resultado de estos programas, la producción de crudos debía aumentar en forma significativa, por lo menos un 35%, si se quería recobrar autosuficiencia de hidrocarburos en el país. Esto se traducía en más de 500.000 barriles diarios para 2011.

El interés de los Colombianos era hacer una inversión en una empresa sólida, a un precio justo, y con un retorno sobre la inversión atractivo.

Adicionalmente hubo otros actores dentro del proceso de decisión de emitir o no y también en la valoración del precio de las acciones tales como el gobierno, la bolsa de valores de Colombia, Deceval, y JP Morgan Chase entre otros. Los siguientes son los aspectos más relevantes de cada uno:

Gobierno: Formulo la ley 1118 de 2006 por medio de la cual se pudo ejecutar la emisión de acciones.

JP Morgan, Credit Suisse, Bancolombia Banca de Inversión: Valoración y estructuración del negocio.

Gomez-Pizon: Asesores jurídicos.

Bolsa de valores de Colombia: Adjudicación de acciones.

Deceval: es el Depósito Centralizado de Valores de Colombia, entidad encargada de recibir en depósito títulos valores que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, para administrarlos por medio de un sistema computarizado que garantiza la seguridad de los títulos y elimina los riesgos asociados con el manejo físico de los mismos.

Superintendencia Financiera de Colombia: El Programa de Emisión y Colocación de Acciones de Ecopetrol fue aprobado mediante la Resolución 1314 del 27 de julio de 2007 expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia, por la cual se autorizó la inscripción de las Acciones ordinarias de Ecopetrol en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

### **7.3 PODER NEGOCIADOR DE LAS PARTES**

Las partes relacionadas directamente en el negocio en sí fueron Ecopetrol y los Colombianos, aunque a primera vista

solo la compañía era quien ejerciera poder sobre la otra parte, ya que era quien invertía recursos en investigación de mercados, en valoraciones, en mercadeo, publicidad y en todo tipo de herramientas para persuadir a la otra parte, también la opinión pública manifestada a través de los medios de comunicación tuvo impacto en el desarrollo del negocio.

Este fue un proceso en el que se contrató bancas de inversión nacionales y extranjeras para determinar el precio justo por el que se realizaría el negocio y se contrataron agencias de publicidad para que por medio de pautas publicitarias influenciaran psicológicamente en el proceso de interés de la gente hacia este negocio, también se invirtió en procesos de pensamiento estratégico en el que los equipos gerenciales de Ecopetrol determinaron la mejor forma para mostrarle al país lo que estaban vendiendo. Todo esto arrojó como resultado una valoración de un precio unitario de \$1.400 por acción. Este precio fue el detonante de la primera oleada de enemigos del proceso de emisión ya que para muchos analistas el precio debería haber salido entre los \$1.000 y \$1.200, por lo que inicialmente el precio generó la sensación de estar muy alto. Esto llevó en los primeros días a una disminución de ventas por debajo de lo esperado en todos los puntos de adquisición.

Las fuerzas que intervinieran en el proceso fueron varias entre las que se destacan, el sindicato de la USO y los partidos políticos como el partido del Polo Democrático, los cuales generaron varios conflictos al saber que la compañía podría ser privatizada. Para el sindicato era un ataque contra sus intereses, ya que cambiaría la forma como se negociaba el pliego de peticiones directamente con el estado al pasar a ser con una junta directiva o una gerencia estructurada. Asumían que cambiarían los intereses del bienestar de los trabajadores por el de cuidar las finanzas de sus accionistas.

Fueron varios los artículos que se publicaron en diarios de circulación nacional en los que se manifestó el peligro que significaba para el país la venta de un activo tan importante como Ecopetrol, debido a la <http://www.polodemocratico.net/venta-de-las-acciones-de-Ecopetrol> evolución de los precios del petróleo y a la avanzada situación de pobreza en la que se estaban sumiendo el país, ya que existía una continua necesidad de recursos para satisfacer la demanda del pueblo y que se empeoraba tras la mala administración de las instituciones. Además se creía que tratarían de acabar con el sindicato el cual es uno de los más importantes y fuertes del país, por lo cual se

opusieron con que llegara otro oponente negociador más poderoso.<sup>8</sup>

Luego, al ser sancionada la ley 1118 de 2.006 por medio de la cual el gobierno nacional autorizo la democratización accionaria de la compañía a través de una venta dirigida a los colombianos, se dieron fuertes reacciones como la que se describe en el artículo publicado en Internet el 30 de julio de 2.006 en la pagina [www.polodemocratico.net/venta-de-las-acciones-de-Ecopetrol](http://www.polodemocratico.net/venta-de-las-acciones-de-Ecopetrol) donde el partido político Polo Democrático define la democratización de Ecopetrol como un saqueo de los recursos de los colombianos a cambio de los intereses de unos pocos que se quedaran con la compañía, aumentando el nivel de desigualdad y pobreza entre los colombianos. Este tipo de artículos generaron un alto temor y pánico entre la gente que al final no sabía realmente que tan acertada seria la decisión de la venta.

Otras partes importantes de la negociación fueron los entes regulatorios de la emisión y colocación, como la superintendencia bancaria y la superintendencia de valores, hoy fusionadas en la superintendencia financiera, quienes se encargaron de exigirle la información al emisor y generar toda la regulación necesaria para que los futuros accionistas pudieran evaluar y analizar con detenimiento la nueva opción para invertir sus recursos. Estos entes

---

<sup>8</sup> [www.desdeabajo.info/index.php/ediciones/113-edicion-90/100-liquidacion-de-Ecopetrol-donde-esta-el-pais.html](http://www.desdeabajo.info/index.php/ediciones/113-edicion-90/100-liquidacion-de-Ecopetrol-donde-esta-el-pais.html)

regulatorios dieron la garantía de que el proceso que se estaba realizando cumplía a cabalidad con todos los lineamientos y requisitos del mercado de capitales.

Otros aspectos que favorecieron a la evolución positiva de la emisión fueron: La recomendación que generó la banca de inversión sobre el precio al que las acciones debían ser emitidas al mercado primario y el precio del petróleo con el que se realizó dicha valoración el cual fue de US\$53 por barril. Una vez iniciada la venta de las acciones el comportamiento del petróleo WTI tomó inesperadamente a nivel mundial una fuerte tendencia alcista llegando cerca de los US\$70 por barril, y según los analistas con proyecciones a seguir subiendo. Este factor indicaba que las acciones de Ecopetrol estaban a muy buen precio ya que sus ingresos se multiplicarían en muy poco tiempo y se convertirían en mayores dividendos para sus accionistas. Este nuevo escenario llevó a que la demanda de las acciones aumentara significativamente y que se lograran cumplir con las expectativas del mercado.

#### **7.4 VALOR QUE SE GENERA EN EL NEGOCIO.**

Entendiendo que la forma de generar valor para ambas partes en una negociación, se crea al aumentar sus ingresos, al reducir los costos, al incrementar el margen y al generar sostenibilidad para cada parte y para la relación entre ellas.

En el caso de la emisión de acciones de ECOPETROL, la generación de valor se centro en generar sostenibilidad en la relación de cada una de las partes.

#### 7.4.1 VALOR PARA ECOPETROL.

Este es un negocio en el que Ecopetrol como principal interesado, no solo alcanzó a recibir un capital cercano a los 5.7 billones de pesos, sino que también obtuvo otros beneficios que no son fáciles de cuantificar; beneficios que serian muy difíciles de conseguir si la compañía siguiera su trayectoria sin realizar ningún cambio en la composición de su propiedad. Algunos aspectos relevantes son:

**MAYOR LIBERTAD CORPORATIVA.** Este es el principal cambio que tuvo Ecopetrol ya que por su condición de empresa industrial y comercial del estado, cargaba una gran herencia de lentitud y politiquería proveniente del Estado colombiano, ya que para cualquier toma de decisiones tenía que contar con la aprobación de los entes reglamentarios encargados de controlar su dirección, al igual que todo el peso de la vigilancia de los entes gubernamentales; que como bien es conocido, son instituciones lentas y rígidas, que mezclan en sus decisiones una gran serie de influencias políticas y de conveniencia particular.

Adicionalmente las principales compañías petroleras del mundo con excepción de unas cuantas como las de Venezuela, tienen un manejo corporativo agresivo tanto en el tema de consecución de recursos como en el tema exploratorio y de adquisiciones de otras compañías relacionadas, ya que utilizan la unión estratégica como mecanismo para minimizar los riesgos económicos tras las grandes inversiones que se realizan. La reglamentación de las empresas del Estado no les permite tomar decisiones de rápida acción en situaciones corporativas apremiantes.

Otro factor importante dentro de la libertad corporativa, es el poder destinar las utilidades generadas en cada periodo para apalancar sus planes de inversión y desarrollo, ya que anteriormente por la alta necesidad de recursos presupuestales que requiere el Estado colombiano, las utilidades que la compañía generaba eran destinadas en su mayor parte a cubrir del déficit fiscal y en muchas ocasiones como caja menor con la que se tapaba algunos vacíos monetarios que requerían atención inmediata. Aunque aparentemente esto en buena medida ayudaba al país a seguir adelante, también retrasaban el crecimiento y expansión de la principal compañía de la nación. Ahora que el gobierno no posee el 100% de la compañía, es más difícil que se sigan realizando este tipo de operaciones, al estar por



fuera de la normatividad y al requerir de los accionistas minoritarios para la toma de decisiones.

**LIMITES DE ENDEUDAMIENTO.** Gracias al cambio de propiedad, Ecopetrol ya no depende de los límites de endeudamiento del gobierno nacional; antes si requería utilizar su capacidad de endeudamiento con algún fin estratégico, debía solicitar autorización al gobierno, ya que su endeudamiento afectaba directamente la cuenta de pasivos del balance nacional, y generalmente el gobierno prefería utilizar su cupo crediticio en proyectos que beneficiaran a todo el país y no solamente a una compañía en particular.

Ahora Ecopetrol tiene la autonomía para utilizar la totalidad de su capacidad de crédito ya que sus deudas solo cuentan como pasivos para sí misma. El primer paso que la compañía dio para utilizar su capacidad de endeudamiento lo realizó en el 2009, cuando llevo a cabo la emisión de bonos más grande de la historia colombiana por un monto de 1.500 millones de dólares y teniendo una demanda dos veces superior a la oferta, demostrando el apetito del mercado por la compañía y la confianza que tienen los inversionistas en sus planes de crecimiento.

Esta financiación le permitió a Ecopetrol invertir intensivamente en varios proyectos de crecimiento, siendo el más importante la compra de la refinería de Cartagena,

la cual está siendo re potencializada para optimizar los procesos de refinación y a su vez ofrecer un precio de combustible más competitivo. Adicionalmente se están realizando nuevas exploraciones que han llevado al descubrimiento de nuevos yacimientos de gas y petróleo que se reflejaran finalmente en los ingresos y utilidades de la compañía.

**RETENCION DEL TALENTO HUMANO.** Este es un punto importante para el futuro de la compañía, ya que Colombia se caracteriza por ser una país que genera talento profesional con excelente formación en todas las áreas, aunque también se caracteriza por tener un promedio de ingresos bajo. Esto representaba un gran problema para Ecopetrol ya que estaba sujeto a las políticas salariales de la nación y no tenia forma de defender a su recurso humano con planes de promoción y ascensos salariales. Esto se reflejaba en la constante inconformidad de los empleados que vieron una solución en la conformación del sindicato más grande y fuertes del país que finalmente se convirtió en uno de los más costosos. Con la posibilidad de mejorar el esquema salarial, Ecopetrol tiene ahora la posibilidad de cultivar, capacitar, y engrandecer a su personal, lo que conlleva directamente en un mejor manejo corporativo y en un aumento de la productividad. Ahora tienen la posibilidad de proteger a su personal y tener mayor retención del mismo.

#### **7.4.2 VALOR PARA EL ACCIONISTA**

El accionista de Ecopetrol tuvo varias ventajas, como la posibilidad de acceder a un crédito con bajos interés que le permitieran proyectar sus ahorros. Esto se logro tras la excelente gestión de Ecopetrol frente al sistema financiero del país, ya que las entidades bancarias y crediticias solo realizan prestamos a personas que poseen garantías suficientes para disminuir el riesgo de incumplimiento; a diferencia de este caso, Ecopetrol otorgó créditos a quienes quisieran hasta \$70'000.000 sin importar su nivel de ingresos o su historia crediticia. Los deudores respondieron a este beneficio favorablemente y fue aprovechado por muchos colombianos.

Cuando la acción inicio operaciones en la bolsa de valores de Colombia en tan solo ocho días alcanzo más del doble del precio de emisión, pasando de \$1.400 a \$2.950, lo que genero a quienes eran propietarios de las acciones una rentabilidad nominal superior al 100% en muy pocos días, definido por muchos como uno de los mejores negocios para los colombianos del común. Para quienes no vendieron las acciones sino que aun las conservan, este negocio ha representado un flujo de dividendos proporcional a la participación accionaria y al nivel de utilidades que reparte la compañía, en montos similares al 10% en el primer año.

Otra ganancia intangible es el bienestar que ha generado en muchas familias que ahora cuentan con un respaldo económico en la propiedad de dichas acciones, ya que esto da la posibilidad de tener un mejor futuro y la seguridad del respaldo de una buena y liquida inversión.

Otro beneficio es que como la compañía ahora opera en el mercado accionarios de Estados Unidos se está dando a conocer más en los mercados internacionales y a su vez está abriendo las puertas a los inversionistas extranjeros para que vengan a Colombia a invertir y se fijen en otras compañías con potencial de crecimiento.

Este fue un modelo de negocio como pocos ya que ambas partes que participaron obtuvieron grandes beneficios; el cambio de estilo de dirección corporativa que Ecopetrol tuvo y también la gran cantidad de familias colombianas que gracias a la rentabilidad de la inversión pudieron realizar otras inversiones u obtener una garantía para realizar prestamos.

## **8. PRETENCIONES DE CADA PARTE.**

Ecopetrol tenía como pretensión fundamental conseguir un nuevo accionista que le permitiera salir del esquema de manejo gubernamental que impedía actuar de manera ágil en el mercado. Básicamente la idea era conseguir el mayor

número de accionistas posibles de modo que no existiera una pérdida importante de poder de la junta directiva, lo cual logro en un cien por ciento.

El accionista tenía como pretensión que la inversión en Ecopetrol fuera rentable y proporcionara una buena valorización de sus activos, lo cual también se logro.

El tipo de negociación fue rígido ya que en este negocio en especial no existió una negociación típica donde se hacen propuestas y contra propuestas. Se contrataron expertos para que determinaran las mejores condiciones en las que se debía presentar el negocio de modo que ambas partes salieran ampliamente beneficiadas.

El único punto de resistencia se vio en el plazo de colocación de las acciones donde algunas fuerzas externas con intereses particulares se esforzaron por promocionar el negocio como un fraude para los intereses de la nación.

#### **9. ESTILO NEGOCIADOR DE LAS PARTES.**

El estilo de negociación fue considerado como integrador, porque ambas partes se beneficiaron de la realización del negocio, al punto en que la demanda sobrepaso sustancialmente la oferta la cual fue rígida y sin posibilidad de cambios en el primer lanzamiento. El negocio fue un éxito hasta tal punto que no se dio la necesidad de

vender el otro 10% que tenía autorizado ya que logro en un 100% sus objetivos.

Los negociadores manifiestan deseos de ganancias mutuas y una alta cooperación ya que todo el proceso se orientó hacia el respeto de las aspiraciones del negociador con el objeto de que la contraparte considerara el resultado igualmente satisfactorio. Se dio gran importancia a la calidad de la relación entre las partes, que incluso considero eventualmente a la modificación de los objetivos particulares y de las respectivas prioridades, para orientarlos hacia objetivos de interés común.

Las razones para dar una orientación integradora en la negociación son las siguientes:

- 1.- Se apoya y tiende a desarrollar un clima de confianza, de reciprocidad y de credibilidad mutua.
- 2.- Al disminuir los riesgos de revisar posteriormente el acuerdo, se asegura una mayor estabilidad a la solución negociada.
- 3.- Se presta para tomar en cuenta las relaciones entre los negociadores en el futuro. Es una negociación tanto de "proyectos" como de "puntos a resolver" o de "recursos" a otorgar.

4.- Promueve la creatividad, la búsqueda de opciones constructivas y dinámicas, al igual que moviliza ideas y acciones nuevas, con el fin de persuadir a la otra parte de trabajar juntos.

5.- La integración es susceptible y se transforma en un modo cotidiano de solución de problema para enriquecer la cultura de emprender y completar los modelos tradicionales de "autoridad" y de "acuerdo".

#### **10. RELACION Y CAPACIDAD DE MANEJO DE LOS NEGOCIADORES**

Javier Genaro Gutiérrez Pemberthy, actual presidente de ECOPETROL, jugó un papel fundamental en esta negociación, ya que fue seleccionado por el presidente de la Republica de Colombia, Álvaro Uribe Vélez, para que liderara el proceso de emisión de acciones de ECOPETROL como lo había hecho en ISA, unos años antes.

El perfil de Javier Gutiérrez, muestra que es un ejecutivo exitoso, con gran trayectoria, generador de confianza en diferentes ambientes laborales, que lo han llevado a recibir diferentes premios en mención de su desempeño empresarial como el Mejor Líder Empresarial otorgado por Portafolio, entre otros.

Su credibilidad, buena energía, capacidad de comunicación e imagen pública son algunas de las cualidades que este

exitoso ejecutivo ha llevado consigo y han sido la clave de grandes éxitos en varias empresas Colombianas, siendo el líder de estas o participante en a sus juntas directivas.

El Dr. Gutiérrez usó la negociación de múltiples objetivos al tratar con diversos grupos con diferentes intereses. Este tipo de negociación exige que el líder seleccione una solución acorde a sus preferencias y que a su vez satisfaga los múltiples criterios e intereses. Tuvo que tener en cuenta los diferentes puntos de vista de los participantes y lograr persuadirlos para que entraran en el negocio. Para lograr esto, se debe entender a cabalidad lo que pretende cada una de las partes como resultado de la negociación, saber hasta que punto se va a ceder con la firme intención de lograr el real objetivo que está en juego y no perderse en el "tire y afloje", perdiendo el objetivo.

Lo que el Dr. Gutiérrez, presidente de ECOPETROL, mostró a el público en general y a los inversionistas fue única y exclusivamente la realidad de lo que estaba vendiendo, con todos sus pros y contras. Expuso que la compañía necesitaba ese cambio por los motivos ya expuestos y además motivó a las personas que deseaban aprovechar esta oportunidad de ahorro e inversión.



## **11. RESULTADOS DEL ACUERDO.**

El acuerdo tuvo un éxito rotundo, ambas partes lograron lo que buscaba en un ciento por ciento de sus expectativas, creando no solo valor para sus intereses sino también un ejemplo de cómo se puede realizar un negocio en el que todos los intervinientes resultan beneficiados.

Gracias a este acuerdo el país hoy cuenta con un número mayor de ahorradores y de inversionistas, adicionalmente ganó en el proceso de culturización de la gente en cuanto al ahorro a través de la bolsa de valores, entidad que logró un crecimiento de más del 50% en sus operaciones transadas diariamente. También ECOPETROL logro de una forma ágil y rápida posicionarse como un importante jugador en el mercado petrolero, asegurando su participación gracias a la libertad conseguida por la democratización de la propiedad.

## **12. SIMULACION DE VALORACIÓN ACTUAL DE LA COMPAÑÍA.**

Con el fin de simular el ejercicio efectuado por la banca de inversión en el 2007, el cual fue uno de los ejes centrales del éxito de la emisión (ya que según el análisis, recomendaciones y precio final presentado por las bancas de inversión se logro atraer a todos los colombianos interesados en el proceso) se realizo la valoración de la compañía bajo el escenario actual de desempeño, fundamentado en el cumplimiento de su plan MEGA para el 2015.

El planteamiento central de este ejercicio de valoración es poder determinar si ECOPETROL quisiera realizar en estos momentos una nueva emisión de acciones ¿cuál sería el precio justo por acción? dependiendo del desempeño de la compañía y las proyecciones de crecimiento.

Para poder desarrollar el ejercicio a profundidad se tuvieron en cuenta los planes que está llevando a cabo la compañía en estos momentos, los niveles de producción, exploración, refinación y distribución, junto con el plan de inversiones y proyecciones futuras de crecimiento. (Todos estos aspectos son detallados más adelante).

Adicionalmente se partió de algunos supuestos macroeconomías como crecimiento del PIB, inflación, tasa de interés y riesgo país proyectados por Fedesarrollo para

los próximos cinco años, junto con los precios futuros del petróleo según la EIA.

El resultado final del ejercicio de valoración arrojó un precio justo de la acción de 2.855 para finales del 2010, derivado de un modelo de flujos de caja descontado.

### **12.1 RELEVANTES DE ECOPETROL EN EL 2010**

Después de los cambios realizados en la estructura orgánica de la compañía, las directivas han venido fortaleciendo su plan estratégico con diversas inversiones que están apalancando el sistema de producción, exploración y refinación en el mediano plazo.

El plan de inversiones de ECOPETROL para el 2010 supera en un 11.3% al definido el año pasado, con un monto total de US\$6.925 millones, del cual el 65% estará destinado a Exploración. Este es uno de los factores claves que incentivan las buenas proyecciones de crecimiento de la compañía, ya que para el cierre del 2009 se logro incrementar la producción de crudo en un 17%. Para este año con un plan de inversión más agresivos, los niveles de producción se acercaran a su plan mega del 2015 de producir un millón de barriles por día; y si sumado a esto tenemos en cuenta las proyecciones de aumento de la demanda de crudo hechas por la OPEC en marcadas en un año de reactivación económica lenta pero sostenida, podríamos ver

a finales del año un repunte en los resultados netos mucho mejores que los vistos en el 2009.

El enfoque claro en los objetivos a permitido que la compañía cumpla con varios de ellos en el 2010, como es el descubrimiento del pozo Itauna-1 en brasil en asociación del 50% con Anadarko Petroleum corporation, el hallazgo de hidrocarburos en el pozo Mago-1 en el Meta y en el pozo de Akacias-1 el cual produjo 1,280 barriles de petroleo por día en las pruebas iniciales, convirtiéndose en claras pruebas del gran potencial de la zona de los llanos Orientales donde se produce cerca del 40% del petróleo del país; con estos pozos se completaron 6 hayasgos a lo largo del año. Tambien se realizo la inaguracion de dos instalaciones en los campos Rubiales y Quifa, que contrubuyen con 200 mil barriles por dia en la meta de produccion de crecer mas del 12% por año hasta llegar a al millon de barriles por año.

Para el 2011 la compañía ya ha realizado algunos avances con la aprobación del plan de inversiones para dicho año, el cual totaliza US\$ 6.738 millones, con el objetivo de alcanzar 750 mil barriles de crudo por dia en ese periodo. Estas inversiones seran destinadas en un 60% a exploración y produccion y el restante a refinación y trasporte de las cuales el 95% sera ejecutadas en Colombia.

Dentro de estas inversiones vale la pena resaltar los proyectos de actividad exploratoria de 40 pozos tanto en Colombia como en el exterior, que se espera brinden a la compañía mayores reservas y lleven a la producción a lograr los objetivos planteados para el 2015.

Dentro de las proyecciones de producción la compañía se concentrará en el desarrollo de crudos pesados en los campos de los llanos orientales que continúan siendo las principales fuentes de extracción.

Para la financiación de los proyectos del 2011 la junta directiva ya anunció la emisión de bonos por 800 mil millones de pesos que serán colocados en el mercado al finalizar el 2010 y de los que se espera una alta demanda por parte del mercado de capitales.

Los avances logrados hasta ahora demuestran que la fuerte estructura organizacional de ECOPETROL está permitiendo cumplir los objetivos megas que involucran crecimiento orgánico y consolidación empresarial, con el gran propósito de generar un mayor valor a los accionistas.

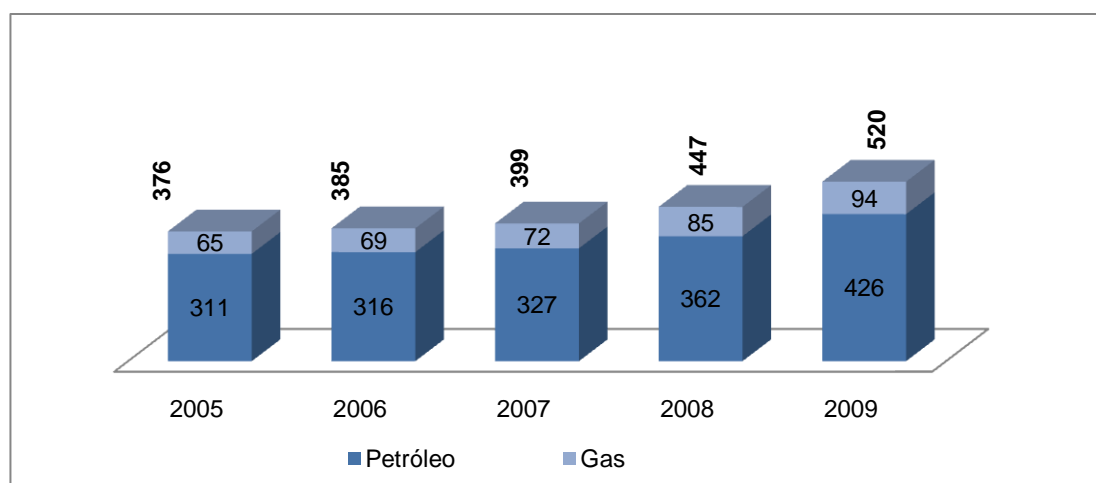
## **12.2 PRODUCCIÓN**

Las reservas probadas de hidrocarburos de ECOPETROL y sus filiales (grupo empresarial) estimadas con la metodología técnica y precios de referencia de la SEC (Securities Exchange Commission), alcanzaron 1.878 millones de barriles

de petróleo equivalente (Mbpe) al cierre del 2009, lo que representó un incremento de 35,5% frente al 2008 y se espera que para el cierre del 2010 sea superiores en un 42% frente al 2009.

El índice de reposición de reservas bajo esta metodología aumentó 359% con respecto al 2008. Ello significa que por cada barril de petróleo o gas producido, ECOPETROL incorpora más de tres y medio barriles probados nuevos.

Figura 4. Producción de Crudo de Ecopetrol



Fuente: Ecopetrol – Cálculos propios

En el 2009 ECOPETROL incorporó a su producción, volúmenes adicionales provenientes de sus nuevas filiales Hocol y Savia Perú. Es así que gracias al aporte de 15,4 miles de barriles por día equivalentes (kbepd) de Hocol y 6,12 (kbepd) de Petrotech y de un importante crecimiento orgánico a través de los activos gestionados por la empresa, incluyendo el activo K2 en el Golfo de México, la

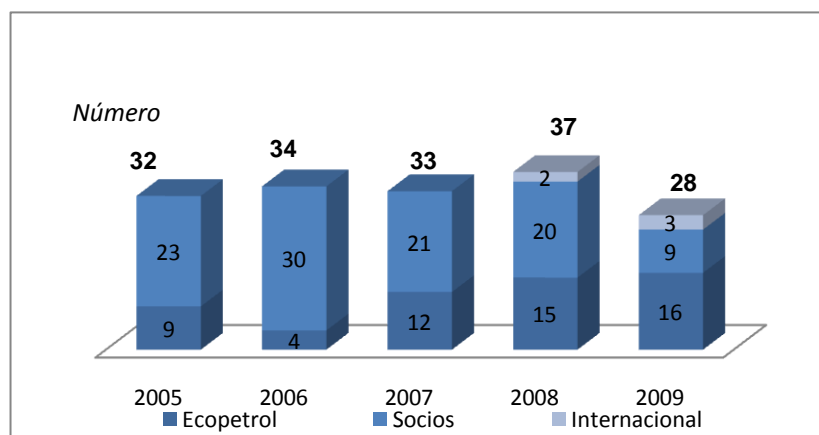
producción de ECOPETROL registró un crecimiento de 17% alcanzando 520,6 mil barriles por día, 496 mil barriles de crudo y 94,6 mil barriles equivalentes de gas.

El crecimiento observado se explica por: 1) la inversión en proyectos de crudos pesados, cuya producción se incrementó un 38%, principalmente en el área de operación central (Chichimene y Castilla), 2) por los resultados exitosos de los proyectos de inyección de agua en campos maduros, en los cuales se lograron incrementos de la producción del 11% en 2009, y 3) por la mayor demanda de gas al final del año por el Fenómeno del Niño, que generó aumentos en producción de un 9%.

### **12.3 EXPLORACIÓN.**

Durante 2009 se lograron importantes avances en la actividad exploratoria tanto nacional como internacional, con el objetivo de producir un millón de barriles al día en 2015. Durante 2009, las inversiones exploratorias fueron de US\$510 millones. Cabe resaltar que, de este total, US\$346 millones se destinaron a la adquisición de nueva información geológica y geofísica, alineado a la estrategia de posicionamiento en áreas de alto impacto exploratorio, tanto en Colombia como en Brasil, el Golfo de México (E.U.) y Perú.

Figura 5. Numero de exploraciones por año.



Fuente: Ecopetrol – Cálculos propios

El total de los pozos exploratorios que se perforaron fue de 19 pozos (16 en Colombia, 2 en el Golfo de México y 1 en Brasil), de los cuales 5 fueron exitosos. Se encontró evidencia sobre la presencia de hidrocarburos en los pozos Quriyana-1 y Tempranillo Norte-1, operados directamente por ECOPETROL y en los pozos Quifa-7, Quifa-8, Quifa-9 operados por Meta Petroleum LTD. La tasa de éxito exploratorio fue de 26% en 2009. Durante 2008 se perforaron 15 pozos de los cuales 5 fueron productores. Del total de 19 pozos en 2009, 7 pozos fueron perforados en el cuarto trimestre de 2009 (6 en Colombia y 1 en Brasil). En comparación, en el cuarto trimestre de 2008 se perforaron 6 pozos de los cuales 2 fueron exitosos.



#### **12.4 REFINACIÓN Y PETROQUÍMICA.**

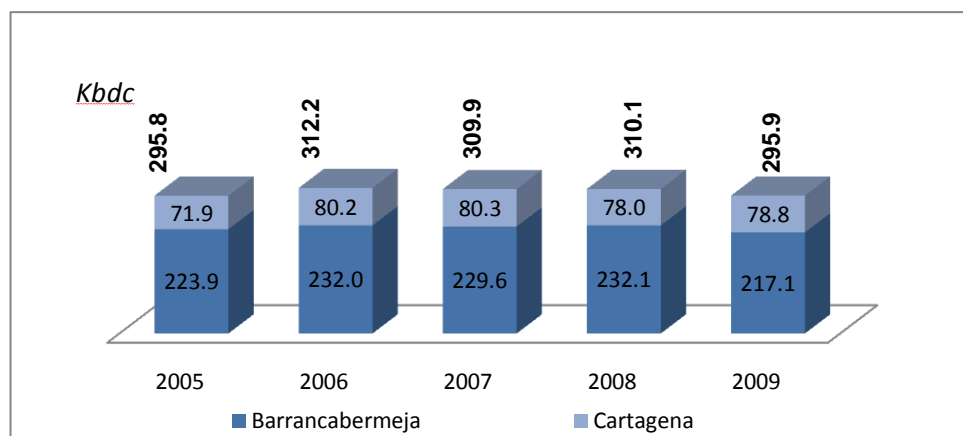
Durante el año 2009 se llevó a cabo la readquisición del 51% de la propiedad accionaria de Reficar S.A. Este hecho permitió optimizar la inversión para la modernización de las dos refinerías (Barrancabermeja y Cartagena) con ahorros estimados de US\$911 millones al generar un esquema integrado de operación de las mismas. El proyecto de hidrotratamiento de la refinería de Barrancabermeja, en cual es el proyecto más grande en la historia de las refinerías en Colombia, tiene como objetivo producir diesel y gasolina de 50 y 300 partes por millón (ppm) de azufre respectivamente.

En el 2009 cerró el año con un avance del 94,4%, y se espera que inicie su operación en el primer semestre de 2010. Como parte del desarrollo del plan petroquímico de ECOPETROL, se amplió la capacidad de producción de polietileno en la refinería de Barrancabermeja en 19%. Las entregas de Propileno a Propilco se incrementaron en un 36%.

La carga promedio de la refinería de Barrancabermeja se redujo en 2009 en relación con 2008, como se observa en la figura 6. El cumplimiento volumétrico alcanzado en las cargas de crudo fue 98%, debido a que las condiciones de mercado no generaron los incentivos económicos para

procesar a máxima carga y por el mantenimiento programado de algunas plantas de crudo.

Figura 6.Carga promedio en refinería.



Fuente: Ecopetrol – Cálculos propios

## 12.5 TRANSPORTE.

El 2009 fue un año determinante para la consolidación del sistema de transporte de crudos pesados en los Llanos Orientales, a través de una serie de proyectos para incrementar la capacidad de los oleoductos Araguaey - Porvenir, OCENSA y el Oleoducto de Colombia. Adicionalmente, entró en operación el sistema Apiay - Porvenir, con una capacidad de 160 Kbdc.

Así mismo se inició la operación del Poliducto de Oriente (que conecta a Sebastopol con Tocancipá) para el transporte de nafta con destino a los Llanos Orientales para facilitar el transporte de crudos pesados por el sistema de oleoductos, y se amplió la capacidad de la línea Pozos

Colorados - Galán a 45 Kbd. Del mismo modo, en 2009 revirtió a ECOPETROL el 50% del Oleoducto Caño Limón-Coveñas, uno de los principales sistemas de transporte de crudo del país.

En el transcurso de 2009 se adicionaron 501 Km a los ductos propiedad de ECOPETROL, lo cual representa un crecimiento del 6% frente al año 2008. 126 Km se adicionaron en la línea Apiay-Porvenir, 140 Km en la línea Pozos Colorados - Galán y 235 Km en la línea Rubiales-Monterrey

El costo del transporte por ductos para 2009 fue de COP\$9,13/barril-kilómetro, en comparación con COP\$9,70/barril-kilómetro en el mismo período de 2008. La reducción se debe principalmente al crecimiento de los volúmenes transportados, que se incrementaron un 12,4% en 2009.

## **12.6 PLAN DE INVERSIONES PARA 2010**

Durante 2009 ECOPETROL ejecutó inversiones por US\$6.309 millones, 31% mayor que en 2008. El 60% del portafolio se destinó a proyectos de exploración y producción.

Para el 2010 tiene previsto invertir US\$6.925 millones, 11.3% superiores a las realizadas en el 2009, lo que muestra el compromiso de la compañía para alcanzar una producción de un millón de barriles por día en el año 2015, que se incrementaron un 12,4% en 2009.

Figura 7. Plan de Inversiones para el 2010

PLAN DE INVERSIÓN 2010 - USD 6.925	
<b>Exploración USD 951 mn</b>	
20 Pozos exploratorios	
- 13 en Colombia	
- 7 internacionales	
- 4 en el Golfo de México	
- 2 en Brasil	
- 1 en Perú	
5.700 km de sísmica equivalente	
<b>Producción USD 3.558 mn</b>	
Crecimiento del 12%	
556 KBPED en 2010	
Foco en crudo pesado y campos maduros	
<b>Refinación USD 1.294 mn</b>	
Incrementar los factores de conversión	
Producir combustibles limpios	
Ampliar la capacidad de refinación	
<b>Transporte USD 735 mn</b>	
Logística para apalancar el crecimiento en	
crudos pesados y garantizar la oferta	
<b>Adquisiciones por definir</b>	
<b>Análisis caso por caso</b>	

Fuente: Ecopetrol

Este plan de inversiones no considera el presupuesto para futuras adquisiciones, por lo que el monto final podría ser mucho mayor dependiendo de las aprobaciones por junta directiva y la gerencia a medida que cualquier oportunidad del sector se acerque. El presupuesto de adquisiciones para 2009 era de US\$0,87 billones, a Junio ya se habían ejecutado US\$2,35 billones.

Figura 8. Plan de inversiones por sector.



Fuente: Ecopetrol - Cálculos propios

El presupuesto incluye aportes a filiales por US\$972 millones. De estos US\$440 millones se destinarán a Exploración, US\$470 millones a la Refinería de Cartagena, US\$37 millones a Producción y US\$25 millones a otras Inversiones.

#### **Fuentes de Financiación:**

En el marco de la estrategia de crecimiento trazada para el año 2015, ECOPETROL inició en 2009 el proceso de apalancamiento para financiar el plan de inversiones y mejorar su estructura de capital. En mayo de 2009 se contrató un crédito sindicado por valor de COP\$2,2 billones con once bancos locales a un plazo de siete años, con dos años de gracia a capital, con una tasa de DTF + 4% T.A. y con amortizaciones semestrales.

Posteriormente en julio de 2009 se realizó una emisión de bonos externos con vencimiento en el 2019 por USD\$1.500 millones (3.3 billones de pesos). La demanda fue de seis veces el monto emitido. La tasa cupón fue fijada en 7,625% y el precio de emisión fue de 99,642. Esta emisión obtuvo calificación de grado de inversión Baa2 por parte de Moodys y BB+ de Fitch Ratings y de Standard and Poors. Los bonos fueron emitidos con derecho de registro y la oferta para implementar estos derechos finalizó el 5 de octubre de

2009. Una vez finalizado el intercambio los bonos fueron registrados y listados en la bolsa de valores de Nueva York. Tras esta transacción, la revista Latin Finance nombró a ECOPETROL "Emisor Cuasi-Soberano del Año" al finalizar 2009.

Para el 2010 la compañía ya dio sus primeros pasos para consolidar la financiación de sus planes de inversión y puso a disposición de la asamblea el proyecto para realizar una emisión de bonos no convertibles en acciones por 5,5 billones de pesos.

La operación podrá realizarse en Colombia o en el exterior, en una o varias emisiones. Gran parte de esos recursos se destinarán a la modernización de la Refinería de Cartagena (Reficar) cuya modernización requiere 3.700 millones de dólares. De este monto, ECOPETROL está dispuesto a otorgarle a su filial como máximo el 40 por ciento.

## **12.7 COMPOSICIÓN ACCIONARIA.**

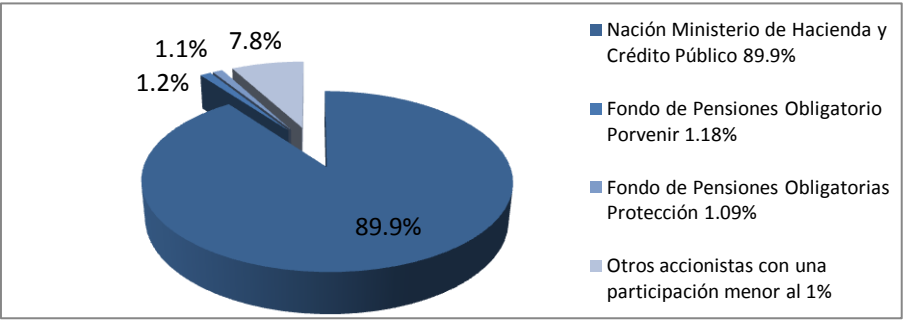
Como ya se ha mencionado, el Gobierno Nacional conforma el 89.9% de la composición accionaria de ECOPETROL, convirtiéndose en principal accionista y aprovechando en mayor cuantía las utilidades de la empresa. El segundo accionista con una participación del 1.18% es el Fondo de Pensiones Obligatorio Porvenir, seguido por Protección con el 1.09% y el resto de los accionistas con una

participación menor al 1% conforma el 7.8% de la torta. La participación de cada uno de los agentes permite una estabilidad en el precio de la acción sin dar cabida a un proceso de especulación por parte de los inversionistas, sino con alta dependencia de algún pronunciamiento de los entes públicos.

El gobierno nacional autorizó el 20% de capitalización, del cual el 10.1% fue llevado a cabo en el 2007 y el 9.9% restante se ha utilizado como apalancamiento en las inversiones que le permitan aumentar la producción petrolera casi un 100 por ciento, al pasar de los actuales 527 mil barriles por día a un millón de barriles al día en el 2015.

Adicionalmente, el Gobierno planea la venta de una participación adicional del 10% para 2011 cuando culmine la capitalización de la compañía y así financiar proyectos de infraestructura, los cuales incluyen más de 100 prioridades viales en el territorio nacional, como es el caso de Proesa II que consiste en el desarrollo de dobles calzadas en el país y el proyecto de recuperación de la malla vial principal y terciaria. No obstante, la venta requerirá nuevamente de la aprobación del Congreso, para lo cual ya se pasó el proyecto de ley por parte del ministerio de hacienda para que sea aprobado a principios del 2011.

Figura 9. Accionistas Ecopetrol a Marzo 2010



Fuente: Superfinanciera



## 12.8 COMPORTAMIENTO DE LA ACCION

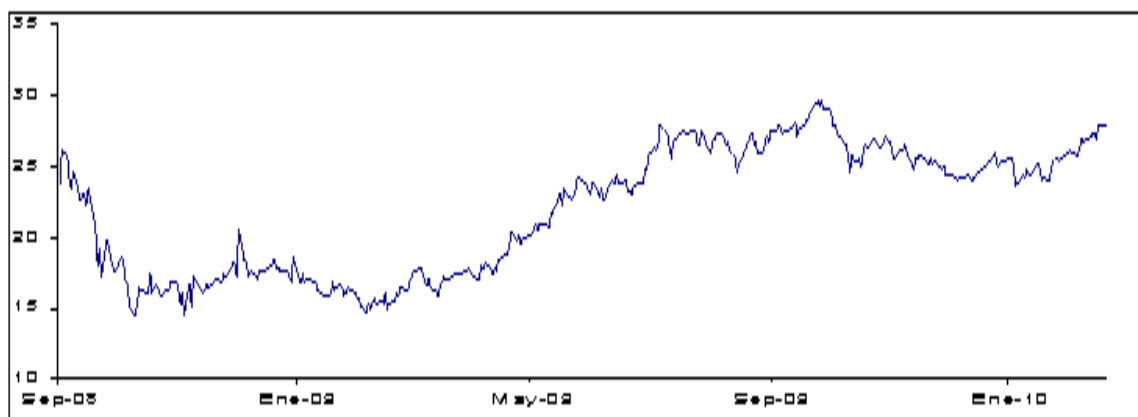
Figura 10. Grafica Acción de Ecopetrol



Fuente: Bloomberg

El 2009 fue un año muy positivo para el mercado bursátil, apalancado por los buenos ánimos y expectativas de la recuperación económica mundial. El IGBC alcanzó una valoración del 53% y la acción de ECOPETROL logro avanzar 24% para cerrar en 2.485 pesos, fue la especie de mayor bursatilidad con niveles de 10.226.965 acciones negociadas en promedio diario. En lo corrido del 2010 el titulo esta marcando de nuevo una leve tendencia alcista que se inicio después de la presentación de resultados de cierre del 2009. La buena lectura de estos resultados junto con las proyecciones para este año han generado buenos efectos en el comportamiento de la acción.

Figura 11. Grafica ADR Ecopetrol en dólares.



Fuente: Bloomberg

El ADR de ECOPETROL cerró el año en US\$24,26. Esto equivale a una valorización del 32%, un comportamiento positivo si se compara con la valorización del índice S&P 500 Oil and Gas, índice que representa las compañías más importantes de la industria del petróleo que tranzan en la Bolsa de Nueva York, que al cierre de 2009 fue de -4%. El volumen promedio negociado de ADR'S fue de 47.586 y se mantiene relativamente estable desde su inscripción. Se destaca el aumento en la circulación que pasó de 1,8 millones en diciembre de 2008 a 3,8 millones en diciembre de 2009, así como el número de 42 inversionistas institucionales con posiciones en su portafolio de inversión de este título.

## **12.9 METODO DE VALORACION**

El método que se implementó para la valoración de Ecopetrol fue el de Flujo de Caja Libre Descontado, el cual es el mismo utilizado por las bancas de inversión encargadas de la emisión primaria de acciones de la compañía. Este método el cual tiene en cuenta cada uno de los factores de la compañía mencionados anteriormente permitió establecer un precio justo por acciones para finales del 2010 de 2.855 pesos.

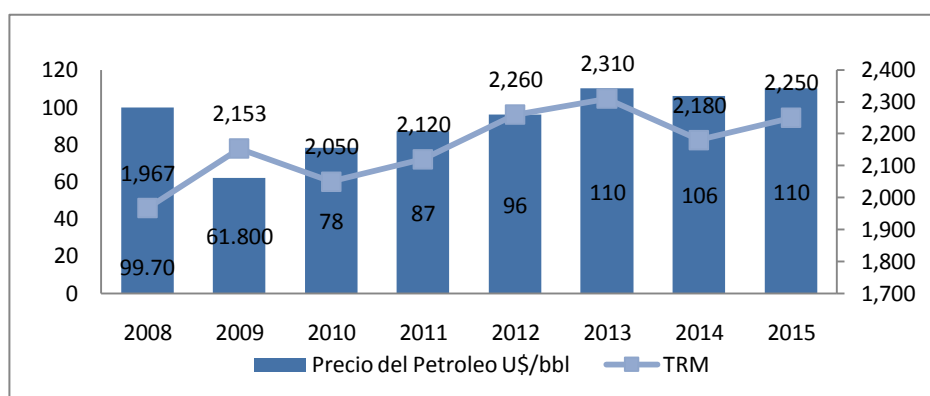
Para calcular los Flujos de caja proyectados hasta el 2018 se tuvo en cuenta el plan mega de la compañía, en el que se espera incorporar en la producción un millón de barriles diarios en el 2015, dentro de estos cálculos es importante resaltar el comportamiento de ciertas variables proyectadas en el modelo:

La producción estimada para el 2010 es de 605 mil millones de barriles diarios con un crecimiento del 14% frente al 2010, para los próximos años el crecimiento promedio es del 12% hasta alcanzar 1.048 millones de barriles diarios en el 2015.

Los ingresos operacionales tiene un incremento proyectado para el 2010 de 37 billones de pesos, 22% superiores al 2009, los otros años incrementan en promedio un 15%.

Para estimar el precio promedio del crudo para los próximos años, se utilizaron las proyecciones hechas por el reporte de EIA (Energy Information Administration), tomando como precio 98 dólares por barril en promedio y de 78 dólares para el 2010.

Figura 12. Proyecciones del petróleo Vs TRM



Fuente: EIA - Boomberg

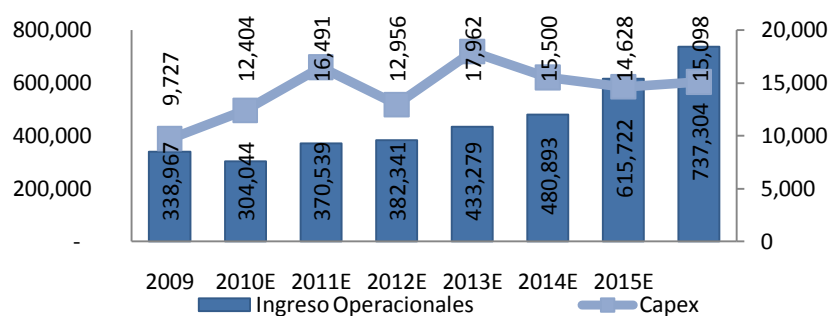
La tasa de cambio estimada para el 2010 es de 2050 pesos y para los próximos años un promedio de 2.195 según estimaciones de Boomberg.

Teniendo en cuenta las proyecciones de la compañía fundamentadas en el Programa de inversiones con un presupuesto inicial para el 2010 de USD6.925 millones o 13.503 mil millones de pesos, se adicionó un 22% para futuras adquisiciones que aun no están determinadas.

El Capex promedio para los años posteriores se ubica en el 30% sobre los ingresos operacionales, con este plan de

inversiones se lograra alcanzar 1.48 millones de barriles para el 2015, cumpliendo con el plan mega de la compañía

Figura 13. Capex Vs Ingresos Operacionales



Fuente: Cálculos propios

Figura 14. Estados Financieros proyectados

PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2008	2009	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Ingresos Operacionales	33,896,669	30,404,390	37,053,857	38,234,079	43,327,906	48,089,331	61,572,163	73,730,429
Costo de ventas	19,084,436	19,906,073	20,007,547	20,644,818	23,395,273	25,966,245	33,246,415	39,811,375
UTILIDAD OPERACIONAL	12,657,358	7,873,339	9,421,332	9,780,477	11,276,650	12,661,904	16,619,211	20,189,723
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	16,011,204.1	7,250,844.0	8,473,974.0	8,855,882.7	10,273,994.8	11,600,565.0	15,264,954.8	18,591,986.4
Provisión Impuesto de Renta	4,381,527.0	2,118,790.0	2,194,930.1	2,293,852.2	2,661,171.8	3,004,780.2	3,953,931.1	4,815,699.4
UTILIDAD NETA	11,629,677.1	5,132,054.0	6,279,043.9	6,562,030.5	7,612,823.0	8,595,784.8	11,311,023.7	13,776,287.1
EBITDA	14,812,000	11,400,000	15,624,595	16,181,323	18,530,265	20,712,638	26,927,134	32,533,086
Margen EBITDA	43.70%	37.49%	42.17%	42.32%	42.77%	43.07%	43.73%	44.12%

BALANCE GENERAL	2008	2009	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Total Activos Corrientes	15,704,900.1	12,117,788.0	11,329,223.2	12,468,122.5	13,490,691.4	14,422,576.6	16,389,154.3	18,187,842.6
Total Activos no Corrientes	32,997,512.2	43,441,729.1	47,846,386.9	49,947,859.8	52,400,567.1	55,168,880.8	58,066,309.3	61,210,350.2
TOTAL ACTIVOS	48,702,412.3	55,559,517.1	59,175,610.0	62,415,982.4	65,891,258.5	69,591,457.4	74,455,463.6	79,398,192.8
Total Pasivos Corrientes	8,699,772.0	7,470,213.0	6,515,209.7	6,852,882.6	7,738,088.3	8,558,966.9	10,638,364.2	12,512,453.2
Total Pasivos No Corrientes	7,382,923.0	15,519,347.0	15,154,808.3	15,871,771.5	16,691,803.9	17,495,692.4	18,380,680.8	19,292,902.0
TOTAL PASIVOS	14,082,695.0	22,989,560.0	21,670,018.0	22,724,654.1	24,429,892.2	26,054,659.3	29,019,045.0	31,795,355.2
Interés Minoritario	242,951.0	941,311.0	941,311.0	941,311.0	941,311.0	941,311.0	941,311.0	941,311.0
Utilidad Neta	11,629,677.1	5,132,054.0	6,279,043.9	6,562,030.5	7,612,823.0	8,595,784.8	11,311,023.7	13,776,287.1
TOTAL PATRIMONIO	34,619,717.0	32,569,957.0	37,505,592.0	39,681,328.2	41,461,386.3	43,536,798.1	45,436,418.6	47,602,837.6

Fuente: Cálculos propios

Para descontar los flujos futuros, se utilizó un costo promedio de capital (WACC) de 11.75% con datos tomados de la segunda semana de mayo, el cual proviene de un costo de la deuda del 8%, riesgo país del 3.50% y del promedio de los bonos a 15 años del 10%.

Figura. 14. Resumen de la valoración

Resumen de la Valoración	
	2010(Esperado)
Costo Fondos Propios (Ke)	16.06%
Bono a 15 años	10.0%
Riesgo país	3.50%
Proporción de Fondos Propios	59%
Proporción de la Deuda	41%
<b>WACC</b>	<b>11.75%</b>
<b>Suma de los FCL actualizados</b>	<b>118,863,730</b>
<b>(VALOR EMPRESA)</b>	
<b>Millones de Pesos</b>	
(-) Deuda Neta	2,640,470
Minoritarios y provisiones	4,353,288
(+) Inversiones Permanentes	3,710,739
<b>VALOR PATRIMONIAL</b>	<b>115,580,711</b>
Numero de acciones(Mlns)	40,472.513
<b>VALOR POR ACCIÓN</b>	<b>2,855.78</b>
Precio Cierre (10/05 /10)	<b>2,720</b>
<b>Incremento esperado</b>	<b>5%</b>

Fuente: Cálculos propios

### **13. CONCLUSIONES**

Después del largo camino recorrido por la compañía para llevar a cabo la emisión primaria de acciones y lograr ampliar su plan de inversiones y poner en marcha la nueva estrategia corporativa, finalmente ha logrado ir consolidando sus esfuerzos representados a través del importante crecimiento en sus niveles de producción y la creación de nuevas líneas negocios relacionadas con la generación de energía tanto a nivel local como internacional.

Ecopetrol ha cumplido claramente con sus planes propuestos desde el 2007 y se proyecta para seguir fortaleciéndose en el mediano y largo plazo gracias a la credibilidad y confianza depositada por los accionistas y por el país en general, se espera que la compañía siga avanzando con sus planes de crecimiento de tal forma que incorpore valor agregado a través del fortalecimiento operativo; lo que la llevara a cumplir a cabalidad su objetivo de completar un millón de barriles diarios para el 2015.

El presente trabajo permite entender la relevancia que tuvo el proceso de emisión primaria de acciones para Ecopetrol, para los accionistas y para todo el país, ya que fue clave para iniciar una nueva etapa en la visión corporativa de las compañías y para potencializar el mercado de capitales colombiano el cual se encontraba por fuera de los

parámetros internacionales de operación, volúmenes, líquidos y trazabilidad.

EL ejercicio de valoración financiera permitió determinar las variables claves que se tuvieron en cuenta en la emisión primaria de acciones y adicionalmente permitió determinar el precio justo de la acción en la actualidad en caso de que Ecopetrol quisiera realizar una nueva emisión

La excelente gestión y el claro plan estratégico de Ecopetrol la hacen una de las compañías más importantes y prometedoras en Colombia, las garantías y estabilidad a que ha venido mostrando año a año permiten que cualquier inversionista piense en transferir sus recursos a esta compañía y convertirse en un accionista más, que proyecta y asegura su estabilidad financiera.



## 14. GLOSARIO

**Adjudicación:** Acto mediante el cual se determinan los adjudicatarios de las Acciones Ordinarias en la Primera, Segunda y Tercera rondas.

**Auditoría:** Revisión profesional de los documentos e información de una empresa que realiza una entidad externa a ella y con base en la cual se emite una opinión independiente sobre los libros e informes de la misma y su consistencia con los principios de contabilidad generalmente aceptados.

**Avisos de Oferta:** Avisos sobre las condiciones y características de cada Oferta de Acciones que se realizará en la Primera, Segunda y Tercera ronda, los cuales serán publicados por lo menos en un diario de amplia circulación nacional.

**BVC:** Es la Bolsa de Valores de Colombia S.A., establecimiento mercantil de carácter privado, constituido como sociedad anónima vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia, cuya función es la organización, el funcionamiento y el mantenimiento adecuado y transparente del mercado de valores. Es la entidad encargada de realizar la adjudicación y el cumplimiento de las operaciones que se efectúen a través de las Sociedades Comisionistas de Bolsa.

**Deceval:** Es el Depósito Centralizado de Valores de Colombia, entidad encargada de recibir en depósito títulos

valores que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, para administrarlos por medio de un sistema computarizado que garantiza la seguridad de los títulos y elimina los riesgos asociados con el manejo físico de los mismos.

**Emisión:** Conjunto de valores emitidos por una entidad definidos y reglamentados por ésta conforme a las normas legales, a los cuales dará origen en un mismo acto, con el propósito de obtener recursos económicos al ser puestos en circulación y absorbidos por el mercado.

**Entidades Colocadoras:** Son cada una de las entidades que conforman la red de distribución y la red de colocadores. A través de las redes de oficinas de las entidades colocadoras se desarrolla la labor de promoción y colocación de las Acciones Ordinarias ofrecidas a través del Programa en la Primera y Segunda Ronda.

**Fecha de Adjudicación:** Significa para la primera y segunda ronda, la fecha que se indique como tal en la Carta de adjudicación. Para la Tercera Ronda, es la fecha en la que la operación sobre las acciones adquiridas queda registrada en el sistema de la BVC. Para todos los efectos, las acciones se entenderán suscritas en la fecha de adjudicación.

**Fecha de Emisión:** Para cada una de las rondas, será el día hábil siguiente al de publicación del respectivo aviso de oferta de las acciones ordinarias.

**Oferta de Acciones u Oferta:** Son las diferentes ofertas públicas de Acciones Ordinarias a realizarse en cada una de las rondas del Programa, y que se rigen por la Ley 1118 de 2006, las normas de valores aplicables y el reglamento de emisión y colocación.

**Primera Ronda:** Ronda en la cual se ofrece de manera exclusiva Acciones a los destinatarios preferenciales, y en desarrollo de la cual se podrán realizar varias emisiones y Ofertas.

**Programa de Emisión y Colocación de Ecopetrol:** Es el Programa de capitalización, emisión y oferta de las acciones ordinarias por el cupo global inicial equivalente al veinte por ciento (20%) de las acciones que conforman el capital de Ecopetrol autorizado por la Ley 1118 de diciembre 27 de 2006. Sin perjuicio de lo anterior y en cumplimiento de lo prospecto de información 10 establecido en la Ley 1118 de diciembre 27 de 2006 y las normas de valores aplicables, el cupo global podrá ser ampliado<sup>1</sup>.

**Registro Nacional de Valores y Emisores:** El mercado público de valores colombiano cuenta con un instrumento para la inscripción de documentos e intermediarios que lo conforman, denominado Registro Nacional de Valores y Emisores. El fundamento de este registro es mantener un adecuado sistema de información sobre los activos financieros que circulan y los emisores e intermediarios. El funcionamiento del Registro Nacional de Valores y Emisores está asignado a la Superintendencia Financiera, quien es la responsable de velar por la organización, calidad, suficiencia y actualización de la información que lo conforma.

**Sociedades Comisionistas de Bolsa:** Son profesionales dedicados a realizar, por cuenta de un tercero, pero a nombre propio, un negocio que le han ordenado perfeccionar a cambio de una contraprestación denominada comisión, y que son miembros de la BVC.

**Superintendencia Financiera de Colombia:** Organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, cuyas funciones consisten en la inspección, vigilancia y control sobre quienes realicen actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con la captación de dineros del público. Fue creada por el Decreto 4327 del 25 de noviembre de 2005, mediante el cual se ordenó la

fusión de la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores, en un solo organismo que se denomina la Superintendencia Financiera de Colombia.

## 15. FUENTES DE INFORMACIÓN

[www.superfinanciera.gov.co/web\\_valores/?MIval=Infobasica\\_general&cd\\_area=8&TipoEntidad=260&CodigoEntidad=036&dibujo=simevcab.gif&titulo=](http://www.superfinanciera.gov.co/web_valores/?MIval=Infobasica_general&cd_area=8&TipoEntidad=260&CodigoEntidad=036&dibujo=simevcab.gif&titulo=)

[www.dinero.com/noticias/todo-definido-para-emision-acciones-ecopetrol-menos-valor-accion\\_37534.aspx](http://www.dinero.com/noticias/todo-definido-para-emision-acciones-ecopetrol-menos-valor-accion_37534.aspx)

[www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Operaciones+Especiales](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Operaciones+Especiales)

[www.bvc.com.co/recursos/documentosTipoEmision/MHCPDec37802007LibrodeOfertas.pdf](http://www.bvc.com.co/recursos/documentosTipoEmision/MHCPDec37802007LibrodeOfertas.pdf)

[www.valoresbancolombia.com/valoresBancolombia/accionesEcopetrol/insertoActualizado\\_ago17.pdf](http://www.valoresbancolombia.com/valoresBancolombia/accionesEcopetrol/insertoActualizado_ago17.pdf)

[www.ecopetrol.com.co/especiales/Reporte de Sostenibilidad 2009/sociedad-comunidad.htm](http://www.ecopetrol.com.co/especiales/Reporte_de_Sostenibilidad_2009/sociedad-comunidad.htm)

[http://html.rincondelvago.com/glosario-de-terminos-economicos\\_1.html](http://html.rincondelvago.com/glosario-de-terminos-economicos_1.html)

[www.ecopetrol.com.co/especiales/cartapetrolera118/rev\\_finanzas.htm](http://www.ecopetrol.com.co/especiales/cartapetrolera118/rev_finanzas.htm)

[www.ecopetrol.com.co/contenido.aspx?catID=258&conID=39490](http://www.ecopetrol.com.co/contenido.aspx?catID=258&conID=39490)

[www.padrerico.com/ecopetrol4](http://www.padrerico.com/ecopetrol4)

[www.deceval.com/InstructivosBoletines/Enfoque%2030.pdf](http://www.deceval.com/InstructivosBoletines/Enfoque%2030.pdf)

[www.dinero.com/edicion-impresadineroyusted/ecopetrol\\_42332.aspx](http://www.dinero.com/edicion-impresadineroyusted/ecopetrol_42332.aspx)

[www.e-bursatil.com.co/smf/index.php?action=printpage;topic=8179.0](http://www.e-bursatil.com.co/smf/index.php?action=printpage;topic=8179.0)

[web.presidencia.gov.co/sp/2008/julio/20/30202008.html](http://web.presidencia.gov.co/sp/2008/julio/20/30202008.html)

<http://rse.larepublica.com.co/archivos/FINANZAS/2007-07-25/analisisbr-vender-la-casa-para-comprar-acciones-de-ecopetrol-4894.php>

[www.corficolombiana.com.co/WebCorficolombiana/Repositorio/informes/archivo2398.pdf](http://www.corficolombiana.com.co/WebCorficolombiana/Repositorio/informes/archivo2398.pdf)

[www.blomberg.com](http://www.blomberg.com)

<http://www.minminas.gov.co/minminas/downloads/UserFiles/File/Sector%20Hidrocarburos%202007.pdf>

<http://www.desdeabajo.info/index.php/ediciones/113-edicion-90/100-liquidacion-de-Ecopetrol-donde-esta-el-pais.html>

<http://www.ecopetrol.com.co/contenido.aspx?catID=258&conID=39930>